

7911 TOPPANホールディングス株式会社 (TOPPAN Holdings Inc.)

Kabugami V3.2 72.7/100 · B+

这家公司是做什么的

TOPPANホールディングス以印刷技术为基础，经营数字与安全身份、BPO和信息解决方案，食品/医疗等包装及装饰材料，以及半导体封装基板、电子材料等业务，并通过海外并购扩大全球包装和数字安全版…

最近亮点

2027财年Q1销售4,573.18亿日元、同比+15.0%，营业利润200.24亿、同比+47.9%，经常利润229.63亿、同比+53.1%，归母净利润216.74亿、同比+131.3%。生活・产业业务受Sonoco TFP等并购带动大幅扩…

资料截止 2026-09-19 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-19
研究规则版本 SHA	03b9a9f3558515d75a5c058382028b1414305530
评分版本	V3.2
发布源 SHA	ebfe22698ea742bc33aa561dc461ba9385334db1
交付代码版本 SHA	ebfe22698ea742bc33aa561dc461ba9385334db1
交付运行时指纹	db06172b2e6de9322ad165a98dad3d2e778e63045b452b96c6fb68e8fed6d8c

先看研究要点

为什么值得研究	TOPPAN 拥有客户嵌入式信息/安全业务、全球包装材料与制造网络、FC-BGA 等半导体材料能力；中期计划明确把 ROE、资产压缩、政策持股和股东回报放在同一资本效率框架。2025—2026 年海外包装并购显著扩大北美和欧洲能力，Q1 已看到收入与利润贡献。
最需要担心什么	2026 财年 GAAP 营业利润同比下滑、ROE 只有约 4.9%，大型并购推高商誉/无形资产并增加整合风险；FC-BGA 周期与下一代半导体投入会带来波动，信息解决方案仍有低利润旧业务；2027 财年资本开支计划约 1,615 亿日元，高于 2026 财年约 1,198 亿，若增长业务回报低于资本成本，资产压缩和回购也无法单独解决低 ROE。
Kabugami 现在怎么看	TOPPAN 当前最重要的变化不是“传统印刷公司多做了几个新业务”，而是管理层正在试图同时重构业务组合和资产负债表：把资本从低回报资产、政策持股和成熟印刷转向全球包装、数字安全/身份、半导体材料，并用总资产压缩和高总回报率把改善传回每股价值。2027 财年 Q1 证明并购和结构改革已经开始进入利润表，但 2026 财年 ROE 仍只有约 4.9%，大型并购整合、FC-BGA 周期、高资本开支和旧业务低利润意味着目标尚未完成。当前 B+来自“转型路径真实且资产负债表有余力”，而不是已经证明了 8%—9% ROE 的完成态。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | Power44 起始问题：TOPPAN 不是电力零售商

本轮属于 Power44 临时集合，因此在完成公司基础理解后，先验证电力销售是否是集团重要经济变量。

公开资料没有显示 TOPPAN 把小售电业务作为集团利润池。相反，TOPPAN 2025 年导入东日本地区离站型企业 PPA 时，公开说明由小售电气事业者东北电力向 TOPPAN 集团 4 个事业所长期供电。TOPPAN 在这里是大型工业用电客户和减碳方案采用方，而不是零售电力供应商。

因此电力零售问题在 Open Discovery 早期即达到局部 Research Stop：不为了专题继续制造“电力故事”，立即回到公司真正最高 VOI 的问题——如何把一个资产庞大、ROE 偏低的综合企业重构成更高回报业务组合。

01.2 | 最终投资问题：业务组合改革能不能真正变成 ROE

2026 财年 TOPPAN 销售约 1.805 万亿日元，但 GAAP 营业利润只有约 671 亿日元，ROE 约 4.9%。

公司却同时拥有高附加值安全/数字业务、全球包装、半导体材料、房地产和大量金融资产；问题不是“没有好资产”，而是整个集团的资产效率长期不足。

中期经营计划 2028 把这个问题直接量化：

- 2028 年度 Non-GAAP ROE 目标 9%、GAAP ROE 8%；
- Non-GAAP 营业利润 1,450 亿日元、GAAP 营业利润 1,300 亿日元；
- 总资产计划压缩约 20%；
- 政策持股压到合并净资产 7%以下；
- 三年经营现金流 4500 亿日元以上；
- 总股东回报率 100%以上。

因此本轮核心投资问题是：

TOPPAN 能否把传统印刷和低回报资产释放出的资本，真正转移到全球可持续包装、数字安全/身份与半导体材料三条高回报业务，并让 Sonoco TFP、Irpplast 等大型并购和高资本开支产生高于资本成本的回报，最终把 ROE 从 4%—5%推向 8%—9%。

01.3 | 当前答案：方向已经清楚，Q1 给出第一轮经营证据，但还不是完成态

2027 财年 Q1 销售同比增长 15%，营业利润增长 47.9%，生活·产业业务成为最大增量，信息解决方案利润也改善。

这说明转型不是纯计划文本。

但当前年度公司自己仍预计 GAAP ROE 约 4%区间，和 2028 年度 8%的目标差距很大；同时大型并购、开发投资和资本开支仍处前置阶段。

所以当前判断是：资本效率转型已经开始从“资产处置故事”进入“经营利润故事”，下一步必须证明能进入“ROE/每股价值故事”。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 三个业务群共享的是材料、制造、信息与客户信任能力

TOPPAN 当前按三大事业领域管理：

1. 信息解决方案；
2. 生活·产业；
3. 电子。

表面上跨度很大，从卡、BPO、数字安全到食品包装、装饰材料、半导体基板。

连接这些业务的并不是“印刷”这个旧行业标签，而是长期积累的高精度加工、表面/材料技术、信息安全与大客户运营能力。

这也解释了 TOPPAN 为什么能够从纸张印刷逐步延伸到 IC 卡、包装阻隔膜、光掩模和半导体封装材料。

02.2 | 信息解决方案的经济价值来自“可信执行”而不仅是软件

信息解决方案覆盖身份认证、支付/卡、政府和企业 BPO、数字运营、内容与营销等。

很多客户把 TOPPAN 放在需要大量个人信息、支付信息、证件、政府流程和后台作业的位置。

这种业务的护城河不是软件订阅本身，而是安全资质、客户历史、复杂流程运营和大规模错误成本形成的切换摩擦。

问题是其中也混有传统印刷和人力密集型低利润业务，数字化能否提升整个分部的利润率，比单纯“数字收入增加”更重要。

02.3 | 生活·产业正在从日本材料业务变成全球包装平台

Sonoco TFP 收购完成后，TOPPAN 获得约 4,500 名员工、22 座工厂、700 项以上专利和 10 国设计能力；该业务 2023 年单体收入约 13 亿美元。

集团包装业务由此在北美/南美拥有更完整的客户和制造网络。

同时收购意大利 Irplast 80% 股权，把高性能 BOPP 膜和欧洲能力并入体系。

这使生活·产业从“日本包装/建材材料业务”向全球包装平台移动。

02.4 | 电子业务是高利润引擎，也是周期和技术投资风险来源

TOPPAN 在 FC-BGA 封装基板等半导体材料拥有长期制造能力，并继续投入下一代半导体封装技术。

电子业务利润率明显高于集团平均，却受到半导体需求、客户投资周期、产品代际和高固定成本影响。

因此它能够提高集团 ROE，也能够周期下行或新技术导入失败时放大波动。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 信息业务的核心客户是高信任要求的大企业和公共部门

政府、金融、支付、制造、流通等客户需要身份、卡、后台运营、内容和数字化服务。

这类项目往往涉及个人/交易信息、长期系统连接和复杂运营，形成较高的供应商更换成本。

但客户也拥有较强采购议价权。TOPPAN 必须不断把传统印刷/BPO 转成更高自动化和更高附加值服务，才能让黏性变成利润，而不是只变成低利润长期合同。

03.2 | DZ Card 扩展亚洲/非洲支付卡能力，但并购价值要看利润而不是规模

前期收购的 DZ Card 为银行/支付客户提供智能卡等解决方案，扩大了海外制造和个性化能力，2027 财年 Q1 已经贡献收入。

这增强了 TOPPAN 全球身份与支付安全版图。

但支付卡也存在移动支付、虚拟凭证等替代路径，因此并购价值最终要体现在客户迁移成本、区域交叉销售和利润，而不是卡片产能本身。

03.3 | 包装客户要求“性能 + 法规 + 本地供货”同时满足

食品、医疗、日化等包装客户关心阻隔性、保质期、可回收性、印刷质量、食品接触合规和供应稳定。

Sonoco TFP 给 TOPPAN 补上北美客户与工厂，Irplast 补上欧洲高性能膜。

如果 TOPPAN 的材料技术能通过这些本地网络销售，协同是真实的；如果各地区仍独立运行，收购只会增加规模和商誉。

03.4 | 半导体客户的认证和良率形成高进入门槛

FC-BGA 等材料进入高端半导体供应链需要长期认证、良率和量产稳定性。

这是电子业务毛利高于集团平均的重要原因之一。

反面是客户和终端需求集中、产品周期变化快，一旦客户平台切换或行业资本开支下降，高固定成本会迅速压低利润。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | TOPPAN 的竞争不是一个行业，而是三组不同竞争场

信息解决方案面对综合 IT/BPO、支付安全、营销和专业服务企业；包装面对全球材料/包装企业和本地制造商；电子面对半导体材料/基板厂商。

这意味着不能用一个统一“市场份额”证明集团护城河。

真正需要验证的是，每个业务是否在自己的竞争场里拥有能够转成利润和资本效率的能力。

04.2 | 全球包装并购把竞争从技术出口变成当地制造

包装是运输成本、认证和客户现场协作都很重要的业务。

仅从日本出口高功能膜，无法完全替代本地生产与销售网络。

Sonoco TFP 与 Irplast 因此具有工业逻辑：TOPPAN 把材料技术嵌入本地客户和工厂。

最大反证是整合复杂度：22 座工厂和多国组织带来的系统、人事、采购和产能重组可能需要多年。

04.3 | 半导体先进封装提供结构增长，也吸引资本与竞争者

生成 AI 和高性能计算推动芯片大型化、chiplet 和先进封装需求。

TOPPAN 已经在石川工场建设下一代封装开发线，并获得 NEDO 项目支持。

但结构成长本身不能保证高回报；竞争者也会扩产。真正的护城河要通过客户认证、良率、产品份额和 ROIC 表现出来。

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河不是“TOPPAN 品牌”，而是多套客户嵌入能力

TOPPAN 最强的资产是长期大客户关系、高安全要求运营、材料配方/加工、制造良率和复杂供应链执行。

这些能力分别存在于身份/支付、包装、电子材料等业务里。

它们不构成一个不可攻击的集团级垄断，但为多个业务提供真实进入门槛。

05.2 | 旧印刷业务既是客户入口，也会拖低资本效率

传统商业印刷、出版/纸媒相关需求长期承受数字化压力。

这部分业务的价值在于客户关系和生产网络可以向数字运营转化。

但如果转换速度太慢，旧资产和人力会继续占用资本、压低分部利润率。

因此“印刷资产能否被再利用或退出”本身就是 ROE 重构的一部分。

05.3 | 当前结构耐久性较强，但集团复杂度让优势容易被稀释

单看安全身份、包装、半导体材料，TOPPAN 拥有多个高质量资产。

问题是集团层面需要让这些资产获得更多资本，同时让低回报资产退出。

如果资本仍平均分配，拥有好业务不等于普通股东获得高回报。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 2026 财年收入创新高，但 GAAP 利润质量并不漂亮

2026 财年销售约 1.805 万亿日元、同比+5.0%；营业利润约 671 亿日元、同比-21.1%；经常利润约 757 亿日元、同比-15.5%；归母净利润约 648 亿日元、同比-28.1%。

收入增长主要受到并购和海外扩张支持，而利润受到光掩模业务去并表、FC-BGA 恢复延迟、北美包装和并购相关费用等影响。

这说明 2026 财年是“业务组合切换年”，不能只用收入增长判断质量。

06.2 | Non-GAAP 利润比 GAAP 更接近经营状态，但不能把调整项永久忽略

公司用 Non-GAAP 指标排除部分并购摊销、重组和一次性因素，2026 财年 Non-GAAP 营业利润约 941 亿日元。

它有助于观察底层运营。

但并购形成的商誉/无形资产、整合费用和未来减值风险都是真实资本成本，因此估值不能只看调整后利润。

06.3 | ROE 约 4.9%是当前最重要的财务短板

TOPPAN 拥有约 2 万亿日元级资产、较高股东权益和大量非经营性资产。

当 ROE 只有 4%—5%时，即使资产安全，普通股东资本回报仍偏低。

管理层把 ROE 提升写入中期计划是必要动作；能否兑现，比单一年度 EPS 更能决定长期估值。

06.4 | 资本开支仍然很大，转型需要先花钱

公司披露 2026 财年资本开支约 1,197.87 亿日元，2027 财年计划约 1,615 亿；研发费用则从约 267.88 亿计划升到 285 亿日元。

这反映包装整合、半导体和数字业务仍处投资期。

如果这些投入让高回报业务扩大，短期现金流压力可以接受；如果回报率没有改善，高 Capex 只会延长低 ROE 状态。

06.5 | 资产负债表足以支持转型，但并购提高了需要管理的复杂度

自己资本比率约 52%，财务安全边际仍强。

但大型海外收购推高商誉和无形资产，集团也增加外币、地区、客户和整合风险。

因此财务韧性高于盈利质量；二者不能混成一个判断。

07 | 股东、管理层与治理

07.1 | 没有控股创始人，治理核心是资本配置问责

TOPPAN 股权以日本/海外机构投资者为主，没有一个支配性创始股东决定公司方向。

这降低关联控制风险，却也意味着股东价值改善高度依赖董事会和经营层是否坚持资产效率改革。

07.2 | 政策持股缩减已经从治理议题变成资本效率工具

公司持续出售政策持股，并把 2028 年度目标设为政策持股不超过合并净资产 7%。

政策持股出售有三重作用：

1. 降低交叉持股治理摩擦；
2. 释放低回报资本；
3. 为并购、成长投资或回购提供资金。

关键不是卖出产生一次性利润，而是现金随后进入何处。

07.3 | 并购后的 PMI 是管理层能力最现实的考试

Sonoco TFP 跨越多个国家、22 座工厂和 4,500 名员工；Irplast 又增加欧洲制造基地。

管理层现在需要同时整合采购、制造、客户、IT 和资本纪律。

如果利润率和现金回报不能持续改善，规模扩张反而会成为治理反证。

08 | 资本政策

08.1 | 总股东回报率 100%以上是中期计划最重要的承诺之一

TOPPAN 计划在中期阶段通过分红和股份回购把总股东回报率维持在 100%以上。

这意味着公司不再默认把所有利润留在庞大资产负债表里。

2026 年已设定上限 500 亿日元的股份回购，是承诺进入执行的重要证据。

08.2 | 总资产压缩 20%比单次回购更重要

单次回购可以提高 EPS，但如果低回报资产继续增长，ROE 改善会很有限。

管理层计划到 2028 年度压缩总资产约 20%，同时继续减少政策持股。

如果经营利润上升而资产基数下降，ROE 才会获得双重改善。

08.3 | 资本配置的矛盾是“并购扩表”与“资产压缩”同时发生

Sonoco TFP、Irpplast 等收购扩大资产和无形资产；另一边公司又承诺压缩资产。

这并不自动矛盾：高回报业务可以扩张、低回报资产可以退出。

真正的验证是新增资产的回报率必须显著高于被处置资产。否则只是资产种类改变，不是资本效率提高。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 约 1 倍 PBR 给了资产保护，却不是显著低估的充分证据

以 9 月 18 日约 4,659 日元和 2026 财年末 BPS 约 4,742.83 日元计算，PBR 接近 1 倍。

对于 ROE 只有 4%—5%的企业，1 倍 PBR 并不天然便宜。

市场实际上在等待中期计划把 ROE 提升到 8%左右。如果 ROE 目标兑现，1 倍 PBR 可能低估未来回报；如果 ROE 长期留在 5%附近，估值重估空间就有限。

09.2 | 预测 PER 约 23.5 倍说明盈利改善已经被部分计价

公司 2027 财年预测 EPS 约 198.57 日元，对应约 23.5 倍预测 PER。

这个倍数不属于明显低估。

因此买入逻辑不能只是“PBR 不到 1 倍”，而要相信并验证利润和 ROE 提升。

09.3 | EV/EBITDA 提供另一角度，但仍需要并购回报兑现

粗略按当前市值、现金和有息负债估算，企业价值对公司 2027 财年约 1,750 亿日元 EBITDA 预期处于个位数到低两位数倍数区间。

这个估值并不极端。

但它包含刚收购资产未来正常化利润的假设，因此 PMI 失败或包装利润低于预期会让表面合理的倍数变贵。

09.4 | 安全边际的来源是“资产处置 + 利润增长 + 回购”三者同时兑现

TOPPAN 真正有吸引力的重估路径不是单一估值修复，而是：

卖低回报资产 → 高回报业务利润增长 → 总资产下降 → 回购减少股数 → ROE 和 EPS 同时提高。

如果这条链成立，当前约 1 倍 PBR 会变得有意义。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | Technical Question：2023 年以来的高价格重心是真迁移，还是一次资本效率预期脉冲

TOPPAN 长期价格历史显示一个非常清楚的结构变化。

1990 年代后期到 2022 年，价格经历多年低位和反复修复，2012 年前后曾低至约 800 日元区域；2020—2022 年仍主要在 1,300—2,500 日元运行。

2023 年价格从约 1,800 日元区域快速上行，年末接近 3,900 日元；2024—2026 年大部分时间已经运行在 3,300—5,900 日元之间。

因此真正问题不是“现在有没有上涨趋势”，而是：2023 之后形成的更高长期价格区域能否继续被保留，并用盈利/ROE 兑现把 5,200—5,900 日元以上变成新状态，而不是重新回到 2022 年前的低价结构。

10.2 | Chart Truth：旧价格中心已经明显失去控制

2023 年以前，2,000 日元附近长期具有很强吸引力；上涨后经常重新回到旧区域。

但 2023 年突破以后，2024 年低点约 3,376 日元，2025 年低点约 3,400 日元，2026 年至今低点约 3,918 日元。

连续三年回撤都没有重新回到 2,000 日元旧中心。

这是比单次突破更重要的证据：旧价格状态的回复约束明显变弱，更高价格区域已经具有持续停留能力。

10.3 | Return Topology：高位回撤仍被更高区域吸收

2026 年 3 月价格冲到约 5,928 日元后明显回撤，6 月最低约 3,918 日元。

如果这是失败的单次脉冲，价格应该重新进入过去 3,000 日元以下旧区。

实际回撤在约 3,900 日元附近停止，随后重新回到 4,500—5,000 日元区域。

这说明新高位状态虽然没有继续扩张，却仍然保留了大部分中心迁移成果。

10.4 | 当前运行区间内部正在消化，而不是完成第二次迁移

截至 9 月 18 日收盘约 4,659 日元，价格低于 2026 年高点 5,928，也没有重新站稳 5,200 日元以上。

因此当前不能定义为“新一轮向上状态已经建立”。

更准确的是：长期价格重心已经完成一次明显上移，目前在新高位区域内部消化，向上扩张暂时没有完成。

10.5 | Q1 好业绩没有立刻突破前高，说明市场已经要求更长期的 ROE 证据

8 月 12 日 Q1 大幅增益后，股价没有直接越过 3 月高点。

事件本身不是技术证据；强业绩之后价格仍留在 4,500—5,000 日元附近、没有立即形成更高区域才是技术证据。

这说明当前价格系统已经不只奖励“一个季度利润增长”，而在等待并购整合、资本效率和 ROE 目标的持续兑现。

10.6 | 当前 Technical State：中心迁移已确认，二次上移未确认

当前纯价格状态可以概括为：

2023 以后，TOPPAN 已经脱离长期旧低位价格中心，并在 3,400—5,900 日元形成新的较高长期运行区；2026 年 5,928 日元脉冲回撤没有被旧状态完全重新吸收，证明迁移具有耐久性。但当前 4,659 日元仍处新区间中部，5,200—5,900 日元以上尚未形成新的重复高位中心。

下一步最有价值的技术确认是：

- 3,900—4,200 日元区域能否在未来深回撤中继续守住；
- 价格能否重新站上 5,200 日元，并在回抽后仍保留在更高区域；
- 如果跌回 3,300 日元以下并长期停留，则“高位中心耐久性”需要明显下修。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 最大经营风险：并购规模增长快于整合回报

Sonoco TFP 等收购快速扩大销售和全球产能。

如果工厂整合、采购协同和技术交叉销售慢于预期，集团会得到更大的收入和更高的商誉，却没有更高 ROIC。

11.2 | 信息解决方案可能继续有“高黏性、低利润”的旧业务

公共/企业客户关系稳定是优势，但传统印刷、人工 BPO 和低附加值运营仍可能拖累利润率。

如果数字化只让收入结构变新，而没有提高单位利润，ROE 改善会受限。

11.3 | FC-BGA 和下一代封装存在周期与技术风险

半导体相关业务高利润，但需求和客户资本开支具有周期性。

下一代封装投资又会先发生研发与 Capex。

若客户认证或量产进度慢，先行成本会压低短期利润。

11.4 | 主要催化剂

真正能改变本轮判断的催化剂包括：

- Living & Industry 在并购后持续提高利润率而不只是收入；
- 信息解决方案利润率持续改善；
- FC-BGA 需求和产能利用率恢复；
- 政策持股继续下降、总资产压缩有实质进展；
- 回购与分红兑现总股东回报率承诺；
- GAAP ROE 开始持续向 6%—8% 区间移动；
- 股价重新形成 5,200—5,900 日元以上的可重复运行区。

12 | 反常识发现

12.1 | TOPPAN 真正的“隐藏资产”不是某一块房地产，而是资本可以重新分配

研究低 PBR/综合企业时，很容易寻找地产、持股等静态资产。

但 TOPPAN 更重要的潜在价值来自动态过程：政策持股和低回报资产被卖掉以后，资本可以进入回购或高回报业务。

资本从哪里退出、进入哪里、最后 ROE 有没有提高，比一次资产评估更重要。

12.2 | 大型并购与资产压缩并不矛盾，关键是回报差

一边收购 Sonoco TFP 扩大资产，一边承诺总资产减少 20%，表面看起来矛盾。

实际上管理层想做的是“资产换血”：高回报资产增加，低回报资产减少。

因此最关键指标不是总资产有没有机械下降，而是新增资产和退出资产之间的 ROIC 差。

12.3 | PBR 接近 1 倍以后，市场已经从“资产折价交易”转向“ROE 兑现交易”

当 PBR 明显低于 1 倍时，出售持股和回购本身就可能形成重估。

现在股价已接近账面价值，后续上行越来越需要营业利润和 ROE 真正抬升。

这也是为什么 Q1 大幅增益没有立刻推动股价突破前高：市场开始要求更完整的资本效率证据。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 第一优先：Sonoco TFP 与 Irplast 的 PMI 和回报率

继续跟踪：

- 包装分部有机增长与并购增长分别是多少；
- 利润率、现金流和工厂利用率；
- 协同节省与交叉销售；
- 商誉/无形资产是否出现减值风险；
- 收购资本对应的 ROIC 能否高于集团资本成本。

这是本轮最大的 Research Debt 之一。

13.2 | 第二优先：ROE 桥到底从哪里来

把 2028 年度 8% GAAP ROE 拆成：

- 营业利润增长贡献；
- 政策持股/低效资产出售贡献；
- 回购减少股本贡献；
- 并购资产和 Capex 增加的反向影响。

如果 ROE 改善主要来自股本缩小而经营利润率不升，质量低于计划所表达的转型。

13.3 | 第三优先：信息解决方案的数字利润率

目前公开资料能够证明客户、规模和数字项目，但对数字安全、身份、BPO 自动化等业务的独立利润率披露仍有限。

下一次更值得找分业务利润、持续性收入和自动化效果，而不是继续累计“DX 案例”。

13.4 | 第四优先：FC-BGA 与下一代封装

跟踪客户认证、产能利用率、设备投资、订单/需求恢复和先行研发成本。

电子业务是集团 ROE 提升的重要高利润来源，也是周期最明显的变量之一。

13.5 | Technical 下一确认

重点看 3,900—4,200 日元能否继续作为新高位结构下沿，以及 5,200—5,900 日元能否从“冲击区”升级为重复停留的更高价格区域。

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	判断分	加权贡献	当前判断
财务韧性与下行防御	13	75	9.75	资产负债表和自己资本比率提供强缓冲；大型并购、商誉与高 Capex 降低满分空间。
竞争优势与结构耐久性	14	75	10.50	信息安全/客户嵌入、包装材料与全球制造、半导体认证形成多套真实壁

				垒，但集团复杂度会稀释回报。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	60	10.20	核心利润和 Q1 改善真实，但 2026 财年 GAAP 利润下降、ROE 约 4.9%，高投资与并购使现金回报尚未完成证明。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	75	8.25	三大业务都有清晰客户价值与能力，全球包装并购扩大渠道；并购整合和半导体客户/周期是主要依赖。
估值与安全边际	15	70	10.50	PBR 约 1 倍、粗略 EV/EBITDA 不极端；但预测 PER 约 23.5 倍，必须靠 ROE 和利润增长兑现。
资本配置与股东回报	10	85	8.50	政策持股缩减、总资产压缩、500 亿日元回购和总還元性向 100% 以上构成清晰资本效率动作。
治理、所有权与管理层	7	75	5.25	机构化股权与资本效率目标较清晰；真正验证仍是并购 PMI 和低回报资产退出执行。
Kabugami 技术结构	13	75	9.75	2023 后长期价格中心明显上移且深回撤未回旧区；但 2026 前高未收复，二次上移仍待确认。
总分	100		72.70	B+

14.1 | 为什么不是 A

限制 TOPPAN 进入 A 的核心不是资产负债表，而是资本效率仍主要存在于计划和早期执行阶段。

当前 ROE 只有 4%—5%，预测 PER 又不低；大型并购和资本开支必须在未来几年证明能够产生高于资本成本的回报。

14.2 | 什么会让 Score 上升

如果未来出现以下组合，评分可明显上调：

- Sonoco TFP/Irplast 并购利润率和 ROIC 按计划提升；
- 信息解决方案和 FC-BGA 利润率同步改善；
- 政策持股、低效资产和总资产持续下降；
- 股份回购稳定减少股数；

- GAAP ROE 持续进入 6%—8%以上；
- 股价在深回撤后仍守住高位结构，并把 5,200—5,900 日元以上转成新中心。

14.3 | 什么会让 Score 下降

如果并购只放大收入和商誉、FC-BGA 复苏继续延后，而资本开支保持高位，或者资产缩减主要靠一次性出售但核心利润率不升，则盈利质量、资本配置和估值三个模块都会下修。

15 | 来源与合规

15.1 | 合规与风险声明

本报告为截至 2026-09-19 的点时研究记录，仅用于公开信息研究、投资框架整理与 Kabugami 方法验证，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证或针对任何个人财务状况的建议。

并购整合、公司预测、市场价格、半导体周期、包装需求和资产处置都可能变化。文中倍数和资本效率讨论为基于公开信息的研究计算，不代表未来价值。材料中的 UNKNOWN 被保留为 Research Debt，没有以假设补齐。

15.2 | 主要一手与直接来源

1. TOPPAN ホールディングス | 会社概要

<https://www.holdings.toppan.com/ja/about-us/overview.html>

2. TOPPAN ホールディングス | IR / 決算情報

<https://www.holdings.toppan.com/ja/ir/>

3. TOPPAN ホールディングス | 中期経営計画 2028

<https://www.holdings.toppan.com/ja/ir/management/policy.html>

4. TOPPAN ホールディングス | 設備投資額・減価償却費・研究開発費

<https://www.holdings.toppan.com/ja/ir/financial/costs.html>

5. TOPPAN ホールディングス | Sonoco TFP 事業買収完了 (2025-04-02)

https://www.holdings.toppan.com/ja/news/2025/04/newsrelease250402_1.html

6. TOPPAN ホールディングス | Irplast 80%取得 (2025-03-24)

https://www.holdings.toppan.com/ja/news/2025/03/newsrelease250324_1.html

7. TOPPAN ホールディングス | 次世代半導体パッケージ パイロットライン

https://www.holdings.toppan.com/ja/news/2025/12/newsrelease251216_1.html

8. TOPPAN ホールディングス | 東北電力等とのオフサイト PPA (2025-04-17)

https://www.holdings.toppan.com/ja/news/2025/04/newsrelease250417_2.html

9. TOPPAN ホールディングス | 株式・大株主情報

<https://www.holdings.toppan.com/ja/ir/stockinfo/status.html>

10. 2027 年 3 月期第 1 四半期 決算短信 (2026-08-12、TDnet)

<https://disclosure.catr.jp/companies/816d6/49502/tdnet/855c1/689403>

11. Yahoo!ファイナンス | 7911 株価・決算・時系列

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7911.T>

12. 株探 | 7911 長期株価・決算履歴

<https://s.kabutan.jp/stocks/7911/>

13. Owner 提供 7911 月线图 | 本 Review 指定 WordPress Owner Media attachment 3890；由既有 Single Report Owner Media contract 同轮绑定，并作为 Section 10 公开视觉权威。

15.3 | 重要 Research Debt

当前仍缺少足够公开证据完全回答以下高价值问题：

- Sonoco TFP 和 Irplast 各自的收购后 ROIC、WACC、PMI 协同兑现节奏；
- 信息解决方案中数字安全/身份/BPO 自动化的独立利润率和持续性收入比例；
- FC-BGA 的当前客户集中度、订单能见度和产能利用率；
- 新增商誉/无形资产未来减值风险与具体现金回收期；
- 总资产压缩 20% 的具体资产类别和年度桥；
- 政策持股出售所得在成长投资、回购、偿债之间的最终分配；
- 并购和资本开支完成后集团正常化 ROIC 能否持续高于资本成本。

这些问题目前没有被假定为正面或负面，而是下一次 Review 最有价值的研究入口。

Publication continuity：本轮形成 7911 的正式 FIRST_COMPLETE HANDOFF；公开交付只走既有 Single Report → WordPress → homepage / Gateway / Permanent / PDF / Timeline / SEO-GEO 路径，不创建第二发布路径。

最后一页 | 合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。